



# 에스엠 (041510)

이제 겨우 시작일 뿐

▶ Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 120,000원

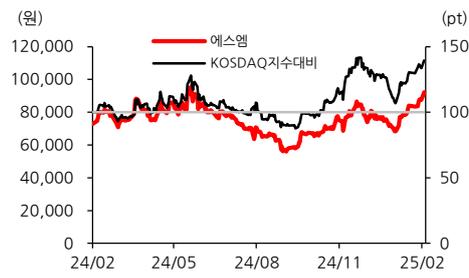
현재 주가(2/10)	92,300 원
상승여력	▲30%
시가총액	21,555 억원
발행주식수	23,354 천주
52 주 최고가 / 최저가	95,800 / 56,000 원
90 일 일평균 거래대금	141.23 억원
외국인 지분율	13.6%
주주 구성	
카카오 (외 13 인)	41.0%
하이브 (외 1 인)	9.5%
자사주 (외 1 인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.0	23.4	35.3	26.4
상대수익률(KOSDAQ)	29.5	22.5	37.3	35.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	961	990	1,115	1,302
영업이익	113	88	131	162
EBITDA	171	148	187	213
지배주주순이익	87	4	97	120
EPS	3,663	153	4,146	5,242
순차입금	-343	-313	-419	-540
PER	25.1	516.3	22.3	17.6
PBR	3.0	2.9	2.9	2.5
EV/EBITDA	10.8	10.5	9.3	7.6
배당수익률	1.3	0.5	0.4	0.4
ROE	12.3	0.5	14.0	15.2

주가 추이



‘24년까지 SME 별도 법인 실적 개선을 확인했습니다. ‘25년부터는 주요 자회사 실적의 탄력적인 개선이 기대됩니다. 목표주가를 12만원으로 상향하며, 업종 내 Top Pick 으로 제시합니다.

4Q24 Review: OP 기준 컨센서스 50% 상회

동사는 ‘24년 4분기 연결 기준 매출액 2,738억원, 영업이익 339억원을 기록하며 시장 기대치(OP 220억원)를 상회했다. 별도 OP는 358억원으로 가장 높았던 당사 추정치(294억원) 보다도 높았다. SME 별도 법인 실적에는 427만장의 앨범 판매, 48회의 공연 등이 반영됐다. 앨범은 건당 판매량이 높은 음반 판매가 주를 이루며 높은 수익성 기록에 크게 기여했던 것으로 추정된다. MD도 공연 연계 MD 외 팝업/기획 MD 등 상품 다양화 전략으로 실적에 크게 기여했다. 한편 성과급 분기 안분 반영 및 제작비 통제 등도 전년비/전분기비 영업이익률 개선의 주요인이 됐다.

4Q24 호실적은 시작에 불과

우리는 ‘24년 4분기까지 SME 별도 법인의 탄력적인 실적 개선을 확인했다. 이 같은 실적 개선을 ‘25년부터는 주요 자회사에서 확인할 수 있을 전망이다. ‘24년에는 SME의 엔터 밸류체인 내 주요 사업(공연 및 MD 등) 내재화 및 DM/BM 등의 자회사 지분 추가 취득 이후 해당 회사들과의 협업 강화가 동시에 진행됐다. 이를 바탕으로 ‘25년부터는 DM이나 BM 등 본업과 연계된 주요 자회사들의 탄력적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

목표주가 12만원으로 상향. 업종 내 Top Pick 제시

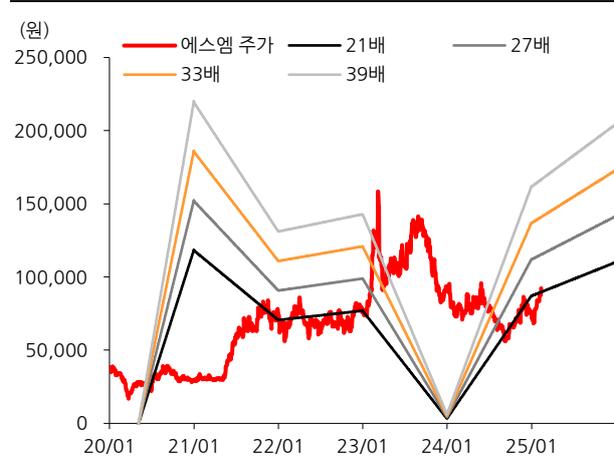
목표주가를 12만원으로 재차 상향 조정한다. 모멘텀으로 풍부한 한 해를 보낼 전망이다. 자회사 실적 개선 외에도 신인 기대감, 최근 재점화되는 중국향의 콘서트 등 매출 큰 폭 증가 등이 있다. 중국 모멘텀의 경우, 과거와 다르게 당장 눈에 보이는 정책적 변화가 없더라도 쉽사리 꺼지지 않을 전망이다. 지난 1/13일 발간한 자료에서 언급했듯 K-Pop 아티스트의 본토 내 공연이 중국 정부의 경기 부양 정책에 있어 값싸지만 효과적인 수단이 될 수 있기 때문이다. 연중 주가의 하방을 받쳐주는 강력한 모멘텀이 될 전망이다. 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

[표1] 에스엠 목표주가 산출

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	97	120	
보통주 발행주식수	23,354	22,895	
-자기주식수	30	30	
EPS	4,146	5,242	
12mth Fwd EPS		4,328	
Target P/E		27	하이브*30%할인
적정주가		116,865	
최종 목표주가		120,000	
현재주가		92,300	2/10 일 기준
상승여력		30.0%	

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림1] 에스엠 12mth fwd P/E Band



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

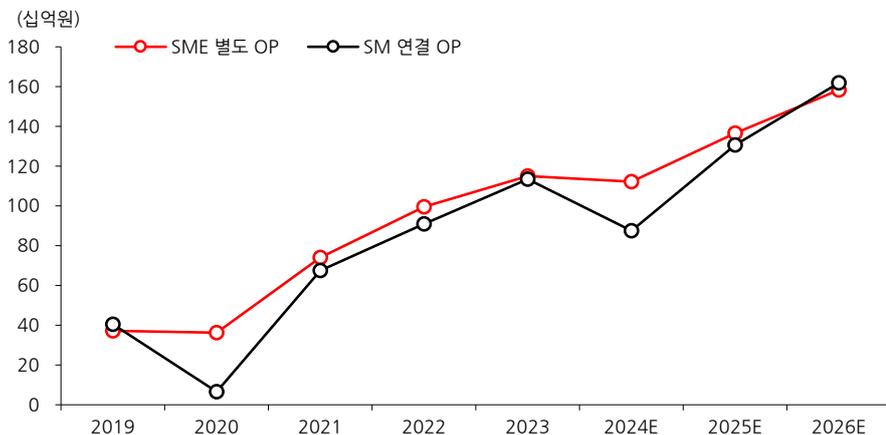
[표2] 에스엠 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2023	2024P	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	961	990	1,115	1,302	204	240	266	251	220	254	242	274
SME	619	664	718	833	128	139	189	164	136	174	172	182
음반/원	318	286	300	346	60	54	113	91	55	72	73	86
출연	86	84	97	112	17	21	21	27	20	21	23	21
콘서트	77	123	120	144	20	20	24	12	25	37	38	22
MD 등	135	169	198	228	30	42	29	34	36	44	38	51
기타	4	3	3	3	2	2	0	1	1	1	1	1
SM C&C	127	110	115	121	21	29	34	43	24	28	25	33
KEYEAST	52	76	83	92	19	13	10	10	25	16	13	21
DREAM MAKER	94	36	70	85	22	35	18	20	13	8	10	5
SM Japan	104	99	92	92	29	21	25	7	29	19	21	19
SMBM	20	61	72	100	0	0	4	15	12	14	15	19
매출총이익	341	308	361	421	72	83	106	79	71	78	73	86
GPM(%)	35.5%	31.2%	32.3%	32.3%	35.4%	34.7%	39.9%	31.7%	32.3%	30.6%	30.3%	31.5%
영업이익	113	88	131	162	18	36	51	9	16	25	13	34
OPM(%)	11.8%	8.8%	11.7%	12.4%	9.0%	14.9%	19.0%	3.6%	7.1%	9.7%	5.5%	12.4%

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림2] SME 별도 및 연결 영업이익 추이 및 전망



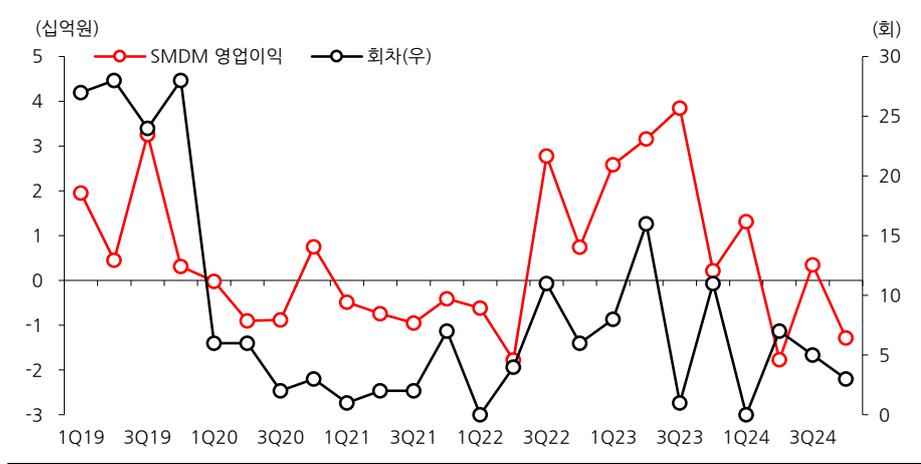
자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표3] 드림메이커 분기별 주관 공연

시기	아티스트	지역	회차	시기	아티스트	지역	회차	시기	아티스트	지역	회차	시기	아티스트	지역	회차
1Q19	민호	한국	2회	1Q20	슈퍼주니어	비온라	1회	1Q22	-	-	-	2Q24	Lay Zhang	한국	2회
	태연	한국	2회		태민	비온라	1회	2Q22	신용재	한국	2회		BAE173	한국	2회
	태민	한국	3회		태연	한국	3회		빅플래닛메이드	한국	2회		샤이니	한국	3회
	키	한국	8회		슈퍼주니어	아시아	1회	4회		7회					
	슈퍼주니어	한국	2회	6회		3Q22	송골매	한국	2회	3Q24	찬열	한국	2회		
	동방신기	한국	2회	슈퍼주니어	비온라		1회	SMTOWN	한국		1회	더보이즈	한국	3회	
	레드벨벳	미주	8회	동방신기	비온라		1회	더보이즈	한국	3회	5회				
27회			NCT127	비온라	1회		NCTDREAM	한국	2회	4Q24	Pale Waves	한국	1회		
2Q19	슈퍼주니어	아시아	6회	2Q20	NCTDREAM	비온라	1회	슈퍼주니어	한국		3회	ZhangZheHan	한국	1회	
	한국	2회	WayV		비온라	1회	11회		Ne-Yo		한국	1회			
	NCT127	미주	12회		슈퍼엠	비온라	1회	6회		3회					
	동방신기	아시아	2회	6회		4Q22	더보이즈	한국	2회	1Q25	WayV	한국	2회		
	루나	한국	1회	트와이스	비온라		1회	키	한국		2회	찬열	한국	2회	
	규현	한국	1회	슈퍼주니어	비온라		1회	NCT127	한국		2회	NCT127	한국	2회	
	시우민	한국	1회	2회		4Q20	NCT	비온라	1회		8회				
유리	한국	1회	NCT127	비온라	1회		스키즈	비온라	1회	1Q23	보아	한국	2회		
28회			슈퍼주니어	비온라	1회		슈퍼주니어	비온라	1회		에스파	한국	2회		
3Q19	엑소	아시아	8회	3회		1Q21	백현	비온라	1회	2Q23	샤이니	한국	3회		
	한국	6회	태민	비온라	1회		샤이니	한국	2회		NCTDREAM	한국	2회		
	LAY	아시아	5회	1회	2Q21		샤이니	비온라	1회		더보이즈	한국	3회		
	NCT127	유럽	2회	2회	키	비온라	1회	송골매	한국		2회				
	동방신기	아시아	2회	3Q21	데이식스	비온라	1회	슈퍼주니어	한국		2회				
TFBOYS	아시아	1회	2회		2회		레드벨벳	한국	2회	16회					
4Q19	보아	한국	2회	2회		3Q23	NCT127	한국	3회	4Q23	NCT	한국	1회		
	슈퍼주니어	한국	2회	4Q21	더보이즈		한국	3회	1회						
	아시아	3회	카이		비온라		1회	더보이즈	한국	3회					
	NCTDREAM	한국	3회	7회		4Q23	NCT127	한국	6회	11회					
	아시아	2회	28회	28회	예성		한국	2회							
	WayV	한국			1회										
	엑소	아시아			2회										
	한국	3회													
	레이	아시아			2회										
	MC 몽	한국			2회										
이센스	한국	2회													
레드벨벳	한국	2회													

자료: 드림메이커, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 드림메이커 주관 공연 횟수 및 영업이익 추이



자료: 드림메이커, 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	851	961	990	1,115	1,302
매출총이익	295	341	308	361	421
영업이익	91	113	88	131	162
EBITDA	152	171	148	187	213
순이자손익	5	9	17	11	12
외화관련손익	0	1	2	2	2
지분법손익	11	47	-4	9	16
세전계속사업손익	117	119	26	161	200
당기순이익	82	83	1	104	129
지배주주순이익	80	87	4	97	120
<b>증가율(%)</b>					
매출액	196.5	13.0	3.0	12.7	16.8
영업이익	165.1	24.7	-22.9	49.3	23.9
EBITDA	220.5	12.9	-13.5	25.9	14.2
순이익	4,389.2	0.8	-99.1	14,575.6	24.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	34.7	35.5	31.2	32.3	32.3
영업이익률	10.7	11.8	8.8	11.7	12.4
EBITDA 이익률	17.8	17.8	15.0	16.7	16.4
세전이익률	13.7	12.4	2.6	14.5	15.4
순이익률	9.6	8.6	0.1	9.3	9.9

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	115	113	101	150	164
당기순이익	82	83	1	104	129
자산상각비	61	58	61	56	51
운전자본증감	-20	-34	-12	5	7
매출채권 감소(증가)	-64	-1	-35	-27	-48
재고자산 감소(증가)	-5	1	-8	-3	-6
매입채무 증가(감소)	52	-27	20	34	58
투자현금흐름	-122	-83	15	-41	-40
유형자산처분(취득)	-24	-19	-17	-8	-9
무형자산 감소(증가)	-26	-32	-26	-22	-25
투자자산 감소(증가)	-26	-7	9	-6	-6
재무현금흐름	-1	-43	-145	-9	-9
차입금의 증가(감소)	-4	21	-46	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-54	-74	-9	-9
배당금의 지급	-5	-28	-28	-9	-9
총현금흐름	176	177	134	145	157
(-)운전자본증가(감소)	-11	47	-1	-5	-7
(-)설비투자	24	19	19	8	9
(+)자산매각	-25	-31	-24	-22	-25
Free Cash Flow	138	80	92	121	130
(-)기타투자	78	14	-37	6	-1
잉여현금	60	67	129	115	130
NOPLAT	64	79	2	84	105
(+) Dep	61	58	61	56	51
(-)운전자본투자	-11	47	-1	-5	-7
(-)Capex	24	19	19	8	9
OpFCF	112	71	45	137	154

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	841	858	810	950	1,128
현금성자산	527	490	423	529	651
매출채권	158	153	274	301	349
재고자산	20	26	34	37	43
비유동자산	622	683	635	623	622
투자자산	394	408	359	374	389
유형자산	82	71	73	56	43
무형자산	145	204	203	193	189
<b>자산총계</b>	<b>1,463</b>	<b>1,541</b>	<b>1,445</b>	<b>1,573</b>	<b>1,750</b>
유동부채	467	519	506	545	609
매입채무	355	330	337	370	429
유동성이자부채	26	70	38	38	38
비유동부채	109	112	116	118	120
비유동이자부채	81	76	72	72	72
<b>부채총계</b>	<b>577</b>	<b>632</b>	<b>623</b>	<b>663</b>	<b>729</b>
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	367	362	352	352	352
이익잉여금	306	365	305	393	503
자본조정	12	-17	-25	-25	-25
자기주식	-5	-31	-39	-39	-39
<b>자본총계</b>	<b>886</b>	<b>909</b>	<b>823</b>	<b>910</b>	<b>1,021</b>

12월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
<b>주당지표</b>					
EPS	3,360	3,663	153	4,146	5,242
BPS	29,268	30,318	27,605	31,982	36,818
DPS	1,200	1,200	400	400	400
CFPS	7,395	7,425	5,740	6,227	6,856
ROA(%)	5.8	5.8	0.2	6.4	7.2
ROE(%)	12.2	12.3	0.5	14.0	15.2
ROIC(%)	25.3	26.0	0.7	29.6	39.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	22.8	25.1	516.3	22.3	17.6
PBR	2.6	3.0	2.9	2.9	2.5
PSR	2.1	2.3	1.9	1.9	1.6
PCR	10.4	12.4	13.8	14.8	13.5
EV/EBITDA	9.3	10.8	10.5	9.3	7.6
배당수익률	1.6	1.3	0.5	0.4	0.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	65.1	69.4	75.7	72.9	71.4
Net debt/Equity	-47.4	-37.8	-38.0	-46.0	-52.9
Net debt/EBITDA	-276.8	-200.2	-210.8	-224.3	-253.3
유동비율	180.0	165.3	160.0	174.3	185.2
이자보상배율(배)	20.9	19.9	19.5	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	21.5	28.2	27.6	23.1	19.5
현금+투자자산	78.5	71.8	72.4	76.9	80.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	10.8	13.8	11.8	10.8	9.8
자기자본	89.2	86.2	88.2	89.2	90.2

[ Compliance Notice ]

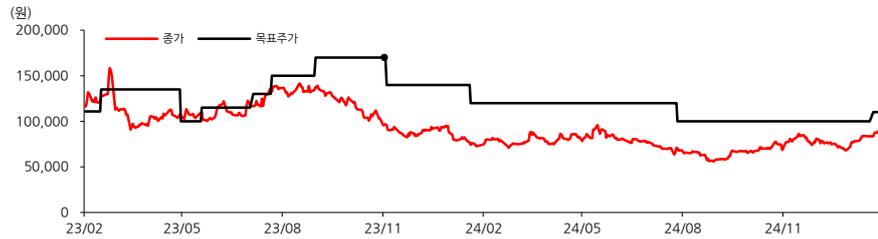
(공표일: 2025년 02월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 에스엠 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2023.02.21	2023.02.28	2023.04.17	2023.05.12	2023.05.31	2023.07.17
투자의견	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	111,000	135,000	135,000	100,000	115,000	130,000
일 시	2023.08.03	2023.09.12	2023.10.16	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	170,000	170,000	170,000	140,000	120,000
일 시	2024.02.08	2024.04.15	2024.05.08	2024.05.20	2024.06.04	2024.06.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.07.15	2024.08.08	2024.08.16	2024.10.15	2024.11.01	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.01.24	2025.02.03	2025.02.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	100,000	110,000	120,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.28	Hold	135,000	-18.63	17.41
2023.05.12	Hold	100,000	7.33	2.50
2023.05.31	Hold	115,000	-4.09	6.70
2023.07.17	Hold	130,000	-5.12	4.69
2023.08.03	Hold	150,000	-10.16	-5.73
2023.09.12	Buy	170,000	-30.79	-18.12
2023.11.16	Buy	140,000	-37.75	-31.57
2024.02.01	Buy	120,000	-34.24	-20.17
2024.08.08	Buy	100,000	-28.69	-13.50
2025.02.03	Buy	110,000	-20.29	-16.09
2025.02.11	Buy	120,000		

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%